

增长稳定，配置龙头个股

——2014 年 1-11 月医药行业数据点评

推荐 (维持)

2015 年 01 月 04 日

重点公司

重点公司	14E	15E	评级
恒瑞医药	1.00	1.25	买入
上海医药	0.96	1.08	增持
云南白药	2.34	2.93	买入
华东医药	1.83	2.73	买入
京新药业	0.40	0.61	增持
新华医疗	0.84	1.18	增持
现代制药	0.62	0.79	增持
华海药业	0.40	0.51	增持

相关报告

《延续稳定增长，等待风格切换》-2014 年 1-10 月医药行业数据点评 2014-12-07

《行业增长平稳，耐心布局明显》-2014 年 1-9 月医药行业数据点评 2014-11-05

《单月数据较为平淡，后续仍需观察》-2014 年 1-8 月医药行业数据点评 2014-10-07

分析师：

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

研究助理：

孙晓东

sunxiaodong@xyzq.com.cn

投资要点

- **1-11 月行业增速延续稳定增长：**2014 年 1-11 月份，医药制造业整体的销售收入同比增长 12.78%，收入增速较 1-10 月下降 0.34 个百分点，利润总额同比增长 12.02%，利润增速较 1-10 月下降 0.85 个百分点，总体来看医药行业在度过医改红利时代后已逐步回归稳定增长，预计全年医药行业整体有望延续 10%-15%左右的稳定增长。
- **各子行业运行平稳，化学制剂表现较好：**原料药子行业的收入增长 11.00%，利润增长 11.50%，利润增速延续放缓趋势；化学制剂收入增长 12.19%，利润增长 17.12%，利润增速环比继续改善；中成药收入增长 13.59%，利润增长 9.25%，子行业增速较前两年有所放缓；生物制药收入增长 11.92%，利润增长 9.50%，收入延续稳健的平稳增长；中药饮片收入增长 15.72%，利润增长 8.01%，收入端在高基数上延续较快增长。总体而言，各子行业保持平稳运行，其中化学制剂子行业今年表现较突出。
- **行业观点：**前期医药表现不如人意，主要是受到市场对流动性放松及宏观经济转型改革的预期使得资金配置偏好倾向于低估值大市值权重板块的影响，医药板块被机构持续减持所致。但经过两个月的大幅回调，医药估值溢价率已回落至 2010 年中期水平，大部分白马股已具有较高安全边际，股价也开始企稳，板块已逐步从“战略防御”转入“战略相持”阶段，未来如果市场配置偏好出现改变或医药板块自身的增速及政策预期能够保持稳定，则行业比较优势有望重新确立。我们认为医药板块走势或从二季度开始获得超额收益，看好 2015 年医药股的表现，有望排到各行业的中上游水平。1 月份我们建议配置**部分流动性良好的大中市值/低估值医药股和部分估值合理、去年涨幅不大、2015 年成长性有保障的白马品种**，对于质地优良前期跌幅较大的成长股，在具有一定安全边际（例如接近或跌破产业资本增持、定增价格）时也可逢低买入。全年来看，我们依然坚持以三大主线自下而上选股，包括**确定性成长、趋势性改善以及转型改革和产业资本主导下的投资机会**，同时关注新股/次新股、新技术新模式（网络电商以及美股、新三板、Pre-IPO 项目中具有色特的业务模式）、国企改革以及部分白马股超跌复苏的机会。
- **风险提示：**超市场预期政策利空出台；如果种种原因导致创业板下跌，医药板块也可能面临回调的压力。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅特别声明

此文件只供yanbao@tpa.cntaiping.com使用

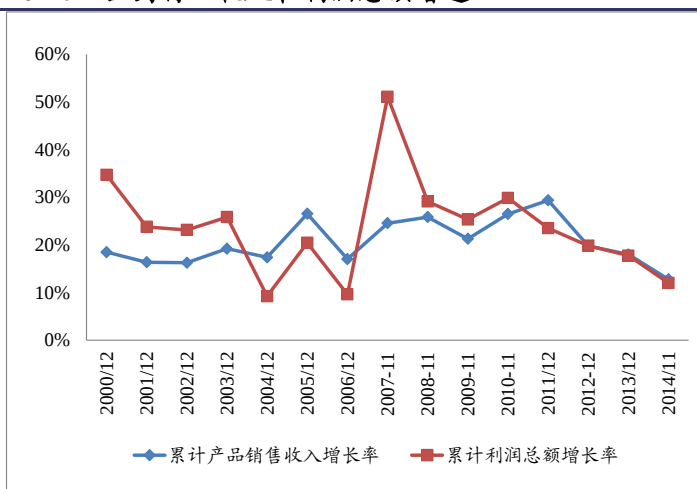
目 录

1、医药行业数据：行业增速回归稳定增长.....	3 -
2、化学原料药子行业数据：行业利润增速继续放缓.....	4 -
3、化学制剂子行业数据：利润增速改善明显.....	5 -
4、中成药子行业数据：延续稳定增长	7 -
5、生物制药子行业数据：收入增速维持在合理区间.....	8 -
6、中药饮片子行业数据：同期高基数上增速有所放缓.....	9 -
7、行业数据、市场表现和估值比较	10 -
图 1、2001-2014.11 医药行业收入和利润总额增速	3 -
图 2、2011.2-2014.11 医药行业分月份收入和利润总额增速.....	3 -
图 3、2001-2014.11 医药行业毛利率、税前利润率和期间费用率.....	4 -
图 4、2011.2-2014.11 医药行业分月份毛利率、利润率和期间费用率	4 -
图 5、2000-2014.11 化学原料药行业收入和利润总额增速	4 -
图 6、2011.2-2014.11 化学原料药分月份收入和利润总额增速.....	5 -
图 7、2000-2014.11 化学原料药毛利率、税前利润率和期间费用率.....	5 -
图 8、2011.2-2014.11 原料药行业分月份毛利率、利润率和期间费用率	5 -
图 9、2000-2014.11 化学制剂行业收入和利润总额增速	6 -
图 10、2011.2-2014.11 化学制剂行业分月份收入和利润总额增速.....	6 -
图 11、2000-2014.11 化学制剂行业毛利率、税前利润率和期间费用率.....	6 -
图 12、2011.2-2014.11 化学制剂分月份毛利率、利润率和期间费用率	6 -
图 13、2003-2014.11 中成药行业收入和利润总额增速	7 -
图 14、2011.2-2014.11 中成药行业分月份收入和利润总额增速.....	7 -
图 15、2003-2014.11 中成药行业毛利率、税前利润率和期间费用率.....	7 -
图 16、2011.2-2014.11 中成药分月份毛利率、利润率和期间费用率	8 -
图 17、2000-2014.11 生物制药行业收入和利润总额增速	8 -
图 18、2011.2-2014.11 生物制药行业分月份收入和利润总额增速.....	8 -
图 19、2000-2014.11 生物制药行业毛利率、税前利润率和期间费用率.....	9 -
图 20、2011.2-2014.11 生物制药分月份毛利率、利润率和期间费用率	9 -
图 21、2003-2014.11 中药饮片行业收入和利润总额增速	9 -
图 22、2011.2-2014.11 中药饮片行业分月份收入和利润总额增速.....	10 -
图 23、2003-2014.11 中药饮片行业毛利率、税前利润率和期间费用率.....	10 -
图 24、2011.2-2014.11 中药饮片分月份毛利率、利润率和期间费用率	10 -
图 25、2014 年以来医药与各个行业股价表现的比较.....	11 -
图 26、2007 至今医药板块相对于沪深 300 的 PE 和溢价率变化	11 -
图 27、2007 至今医药板块相对于所有 A 股（扣除银行）的 PE 和溢价率	11 -
图 28、2014 年 1-11 月医药行业与其他行业收入增速的比较	11 -
图 29、2014 年 1-11 月医药行业与其他行业利润总额增速的比较.....	12 -

1、医药行业数据：行业增速回归稳定增长

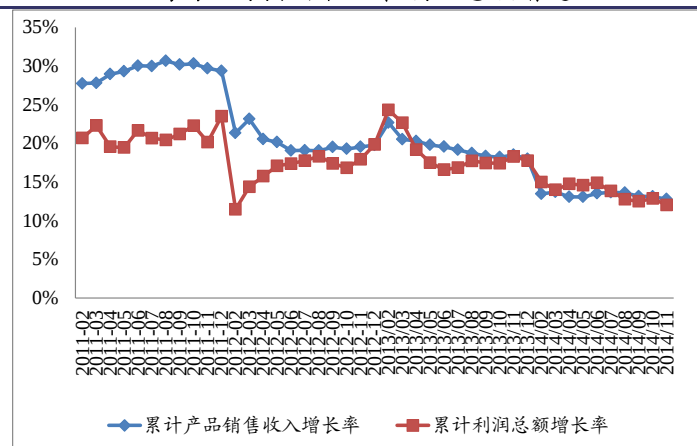
根据国家统计局公布的最新数据，2014 年 1-11 月份，医药制造业整体的销售收入同比增长 12.78%，收入增速较 1-10 月下降 0.34 个百分点，利润总额同比增长 12.02%，利润增速较 1-10 月下降 0.85 个百分点，总体来看医药行业在度过医改红利时代后已逐步回归稳定增长，预计全年医药行业整体有望延续 10%-15%左右的稳定增长。

图 1、2001-2014.11 医药行业收入和利润总额增速



数据来源：Wind，兴业证券研究所

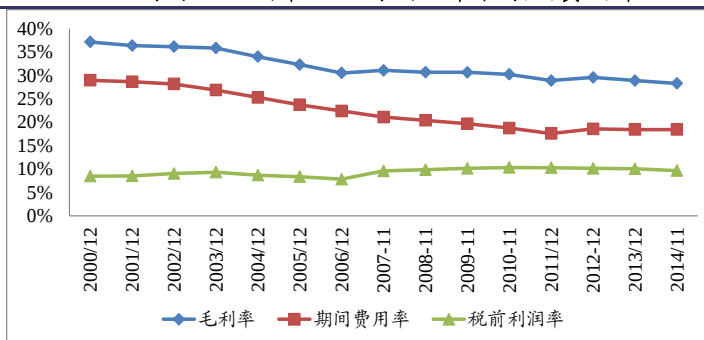
图 2、2011.2-2014.11 医药行业分月份收入和利润总额增速



数据来源：Wind，兴业证券研究所

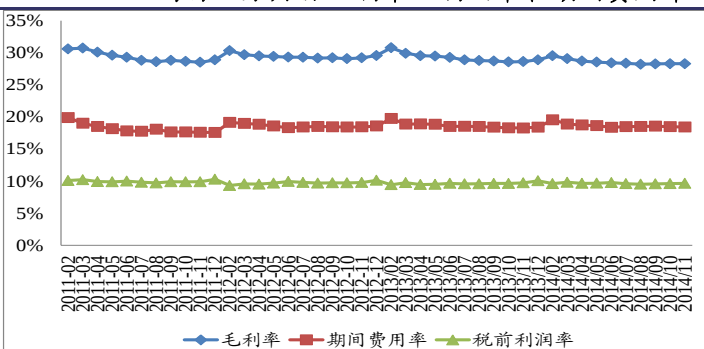
从毛利率、税前利润率和期间费用率的指标来看，2014 年 1-11 月医药行业整体毛利率与 1-10 月基本持平，期间费用率下降 0.07 个百分点，税前利润率上升 0.04 个百分点，总体来说行业依然保持在较为稳定的盈利区间。

图 3、2001-2014.11 医药行业毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 4、2011.2-2014.11 医药行业分月份毛利率、利润率和期间费用率

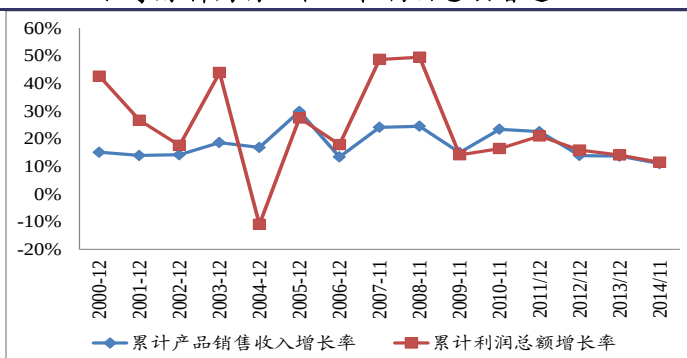


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

2、化学原料药子行业数据：行业利润增速继续放缓

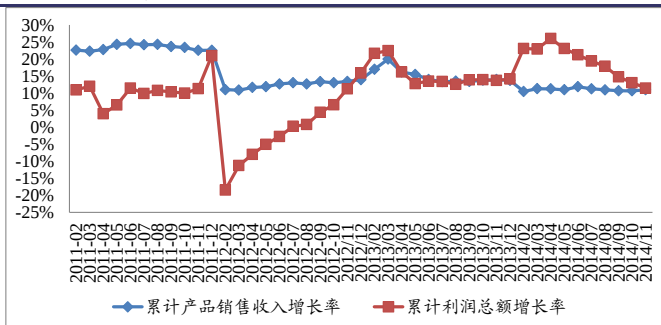
2014 年 1-11 月, 化学原料药子行业的销售收入同比增长 11.00%, 收入增速较 1-10 约上升 0.32 个百分点, 利润总额同比增长 11.50%, 利润增速较 1-10 月下降 1.56 个百分点, 子行业利润增速继续呈现放缓趋势, 预计和部分原料药价格开始回落有关。短期而言, 我们认为随着环保监管要求的严厉, 其对部分原料药品种的供需格局和价格可能带来一定影响, 如头孢类抗生素和硫氰酸红霉素都有一定的提价预期, 未来相关品种如能持续提价也有望对相关公司盈利带来一定弹性; 但中长期来看, 由于目前大宗原料药行业供大于求的行业格局并未发生明显改善, 预计原料药行业中长期的盈利前景依然较为平淡。

图 5、2000-2014.11 化学原料药行业收入和利润总额增速



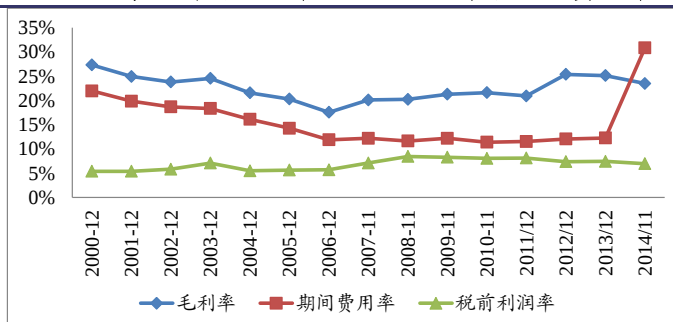
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 6、2011.2-2014.11 化学原料药分月份收入和利润总额增速



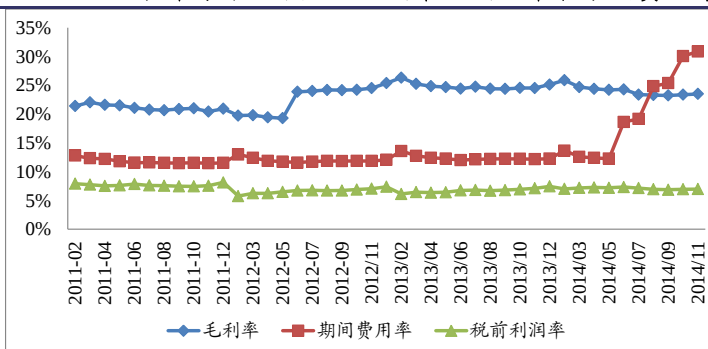
数据来源：Wind，兴业证券研究所 注：12 年 11 月利润增速是估算得出的。

图 7、2000-2014.11 化学原料药毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 8、2011.2-2014.11 原料药行业分月份毛利率、利润率和期间费用率



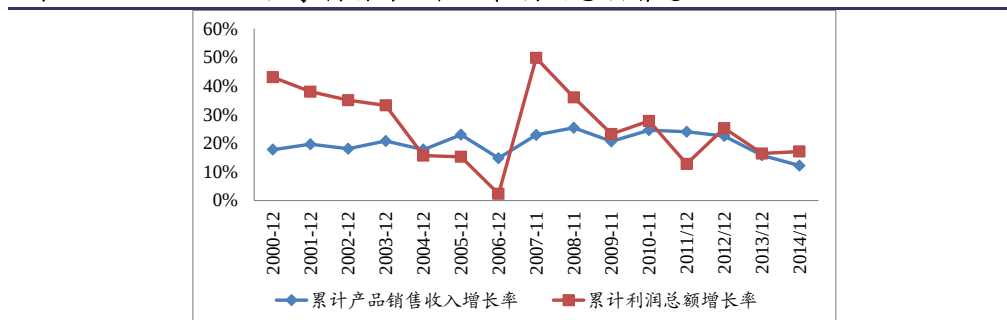
数据来源：Wind，兴业证券研究所

3、化学制剂子行业数据：利润增速改善明显

2014 年 1-11 月，化学制剂子行业的销售收入同比增长 12.19%，收入增速较 1-10 月下降 1.13 个百分点，利润总额同比增长 17.12%，利润增速较 1-10 月提升 0.99 个百分点，利润增速回升明显主要受益于毛利率的提升，今年以来化学制剂子行业依然是今年表现最稳定的子行业。总体来说，我们认为化学制剂子行业 2011 年以来受发改委药品行政降价、抗生素限用、基药低价招标等负面政策的冲击，近两年行业增速小幅放缓，但展望未来，我们认为发改委对化学制剂的行政降价已经告一段落，预计子行业最差的时候已经过去，不过行业稳定增长的趋势能否延续，还要看后续各省市招标的进展情况，由近期各省公布的招标政策来看，过去严厉的招标政策正在逐步得到纠偏，对化学制剂子行业的未来增长趋势，我们持

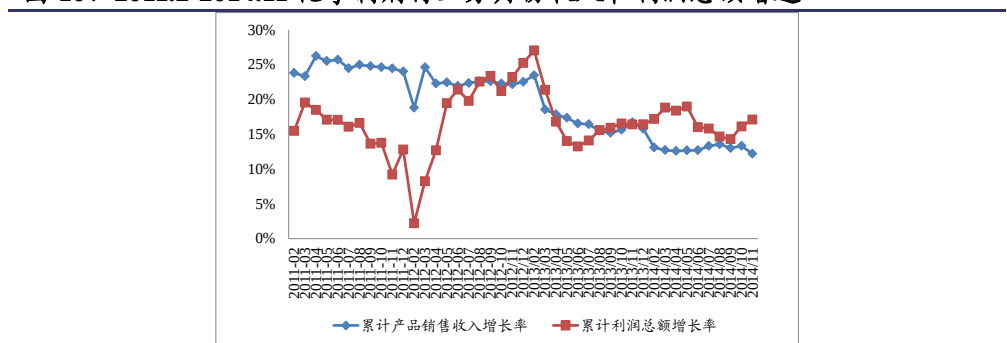
较为乐观的态度。

图 9、2000-2014.11 化学制剂行业收入和利润总额增速



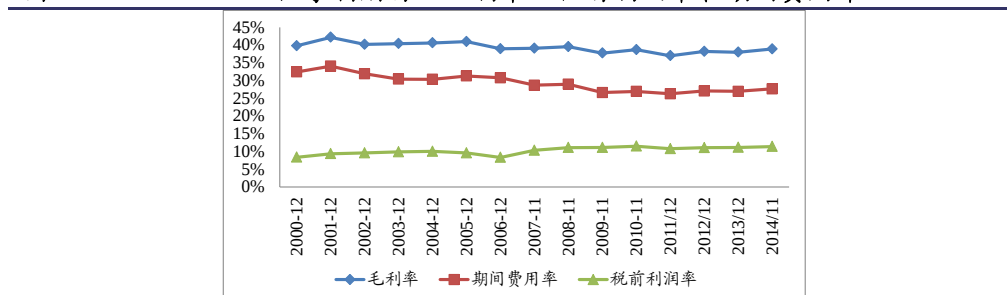
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 10、2011.2-2014.11 化学制剂行业分月份收入和利润总额增速



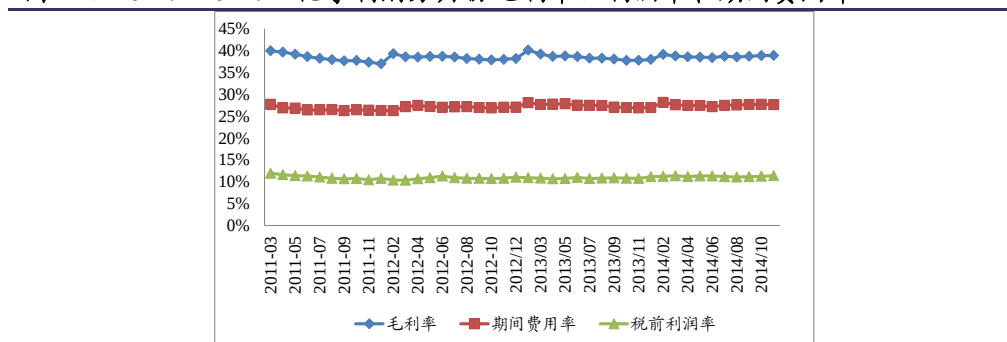
数据来源: Wind, 兴业证券研究所 注: 12 年 11 月利润增速是估算得出的。

图 11、2000-2014.11 化学制剂行业毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 12、2011.2-2014.11 化学制剂分月份毛利率、利润率和期间费用率

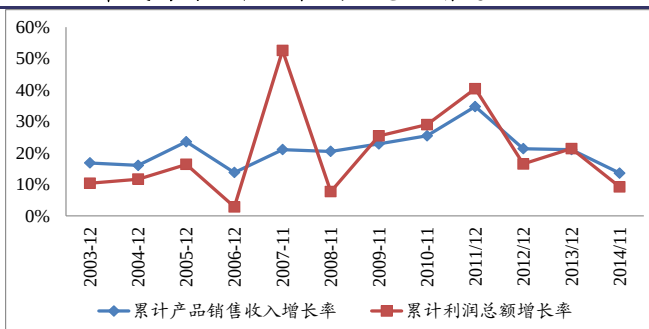


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

4、中成药子行业数据：延续稳定增长

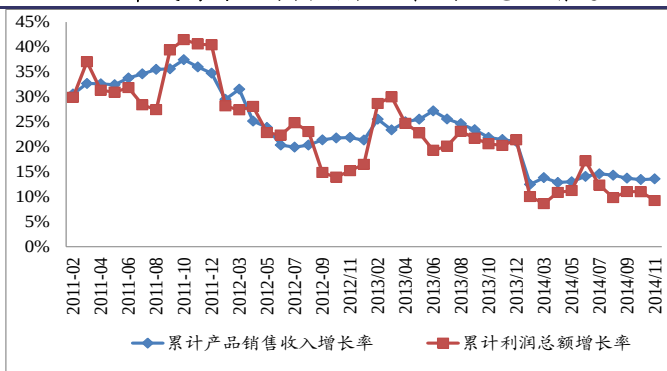
2014 年 1-11 月，中成药子行业的销售收入同比增长 13.59%，收入增速较 1-10 月提升 0.13 个百分点；利润总额同比增长 9.25%，利润增速较 1-10 月下降 1.78 个百分点；中成药子行业的增速较过去两年放缓较为明显，预计和基药的政策红利逐步消失、GSP 认证的阶段性影响、以及医保控费压力逐步增加等原因有关。总体来说，我们认为中成药子行业过去几年不受招标降价影响，在基药政策红利下成长性也较好，一直是处方药行业的避风港，但随着中成药市场规模的增加、基药政策红利逐步消失以及医保控费压力的增加，中成药子行业增速未来也不可避免的呈放缓趋势，预计中成药子行业内部分化未来也会进一步加剧。

图 13、2003-2014.11 中成药行业收入和利润总额增速



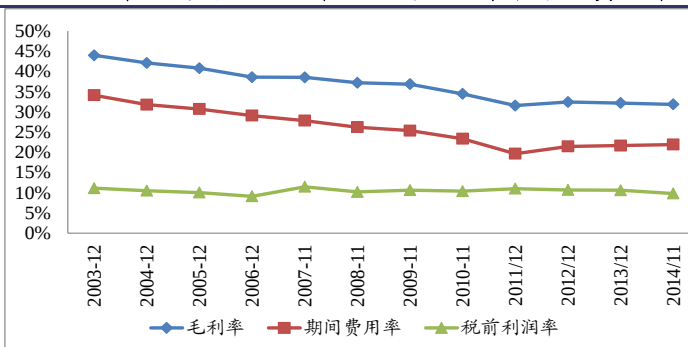
数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 14、2011.2-2014.11 中成药行业分月份收入和利润总额增速



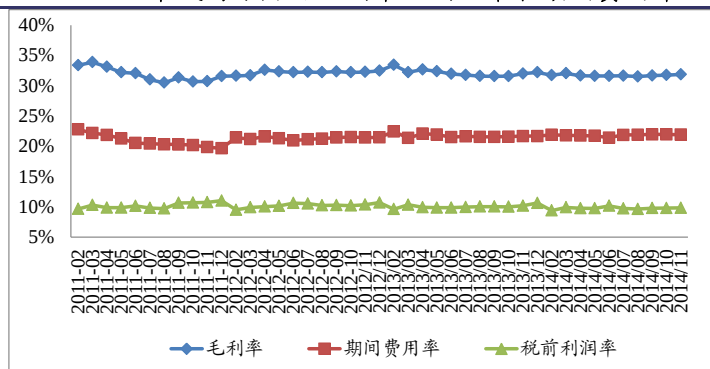
数据来源：Wind，兴业证券研究所 注：12 年 11 月利润增速是估算得出的。

图 15、2003-2014.11 中成药行业毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 16、2011.2-2014.11 中成药分月份毛利率、利润率和期间费用率

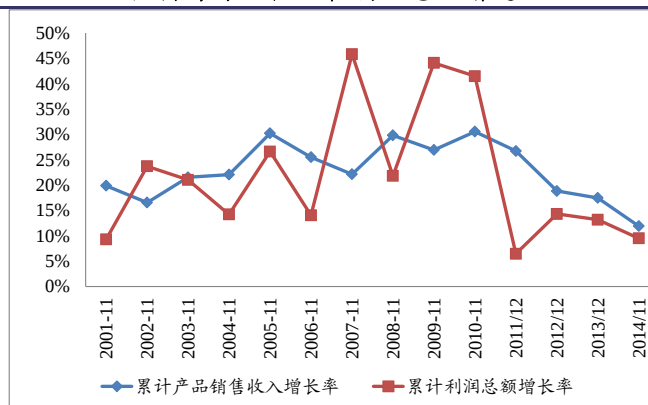


数据来源: Wind, 兴业证券研究所

5、生物制药子行业数据：收入增速维持在合理区间

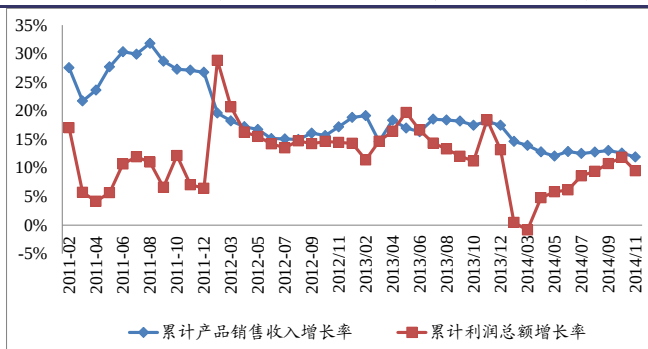
2014 年 1-11 月，生物制药子行业的销售收入同比增长 11.92%，收入增速较 1-10 月下降 0.69 个百分点，利润总额同比增长 9.50%，利润增速较 1-10 月下降 2.36 个百分点，子行业总体维持稳健的平稳增长。我们认为，从 2012 年以来的单月度数据来看，子行业利润和收入增速基本保持在 13%-20% 左右的增长区间，由于目前疫苗和血液制品等细分领域已逐步进入稳定增长阶段，未来一段时间生物制药子行业的温和增长态势有望持续。

图 17、2000-2014.11 生物制药行业收入和利润总额增速



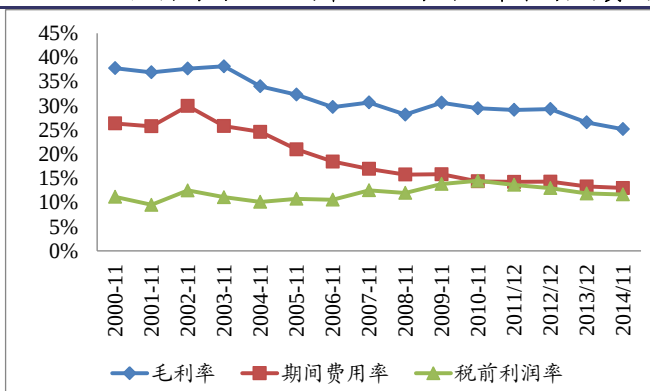
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 18、2011.2-2014.11 生物制药行业分月份收入和利润总额增速



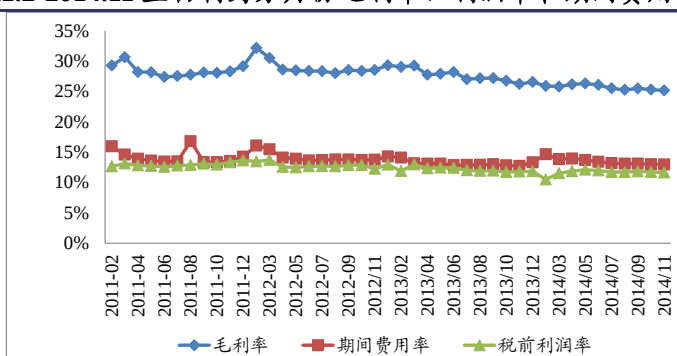
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 19、2000-2014.11 生物制药行业毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 20、2011.2-2014.11 生物制药分月份毛利率、利润率和期间费用率

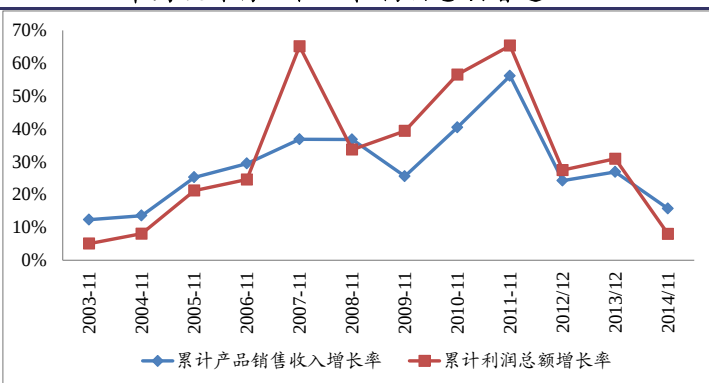


数据来源：Wind，兴业证券研究所

6、中药饮片子行业数据：同期高基数上增速有所放缓

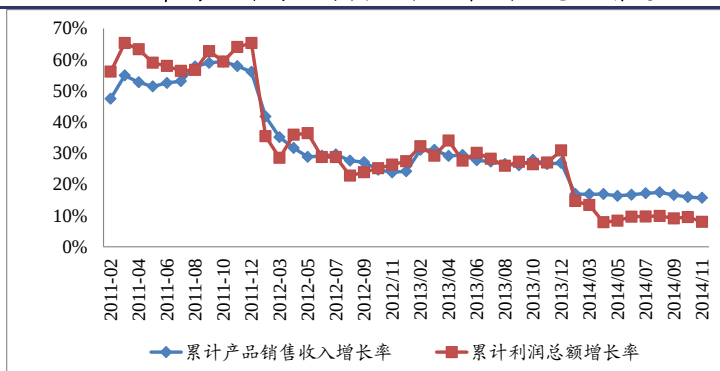
2014 年 1-11 月，中药饮片子行业的销售收入同比增长 15.72%，收入增速较 1-10 月下降 0.22 个百分点；利润总额同比增长 8.01%，利润增速较 1-10 月下降 1.53 个百分点，子行业增速在去年同期高基数上增速有所放缓，但与其他子行业相比，中药饮片仍然是增长最快的子行业之一，从行业属性而言，由于中药饮片价格管制相对宽松，在绝大部分地区也可以进入医保支付体系，因此在可预见的未来，行业整体增速仍有望维持较快水平。

图 21、2003-2014.11 中药饮片行业收入和利润总额增速



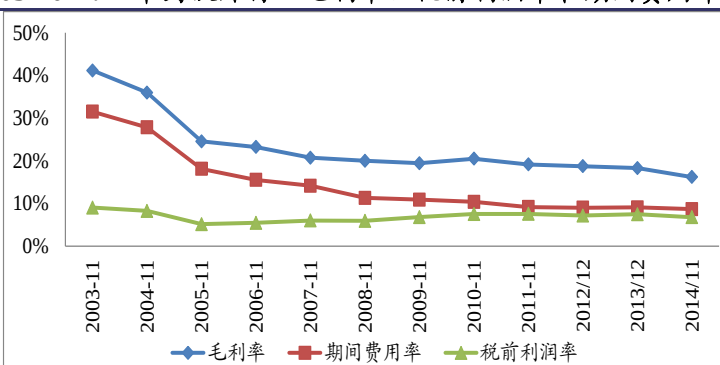
数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 22、2011.2-2014.11 中药饮片行业分月份收入和利润总额增速



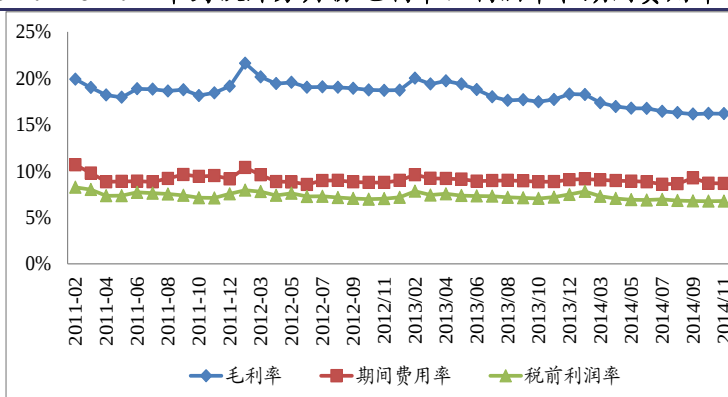
数据来源：Wind，兴业证券研究所 注：12 年 11 月利润增速是估算得出的。

图 23、2003-2014.11 中药饮片行业毛利率、税前利润率和期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 24、2011.2-2014.11 中药饮片分月份毛利率、利润率和期间费用率

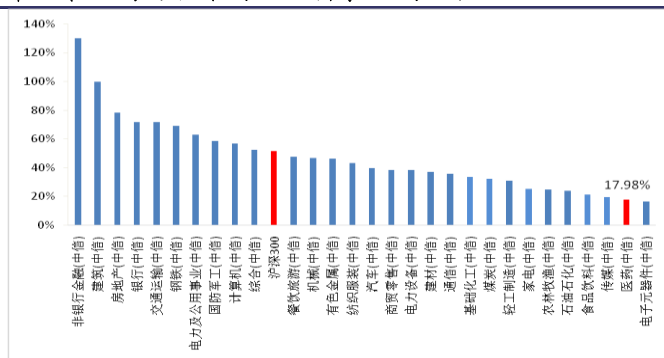


数据来源：Wind，兴业证券研究所

7、行业数据、市场表现和估值比较

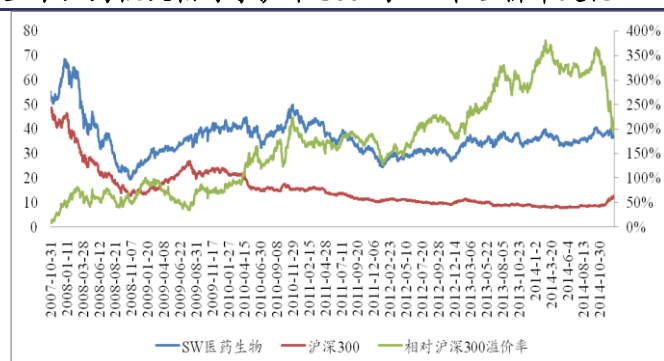
根据我们的统计，截止 2014 年 12 月 31 日，医药板块估值为 37.06 倍（TTM，整体法剔除负值）。溢价率方面，医药板块对于沪深 300 的估值溢价率为 190.67%；医药板块对于剔除银行后的全部 A 股溢价率为 47.94%，估值溢价率较前期明显回落。我们预测目前医药板块 2014 年动态 PE 为 35-36 倍，假使 2015 年行业利润增长 15%左右，则整体估值水平依然在 30 倍左右。虽然板块估值水平不低，部分中小市值品种仍具有估值泡沫化的趋势，但近期估值溢价率回落明显，大部分白马品种已经具有较高的安全边际。

图 25、2014 年以来医药与各个行业股价表现的比较



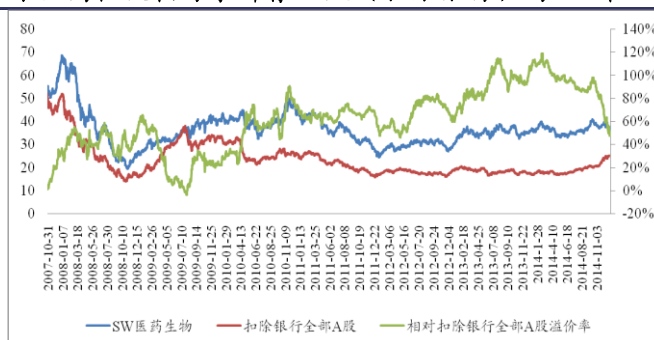
数据来源: Wind, 兴业证券研究所 (截止 2014.12.31)

图 26、2007 至今医药板块相对于沪深 300 的 PE 和溢价率变化



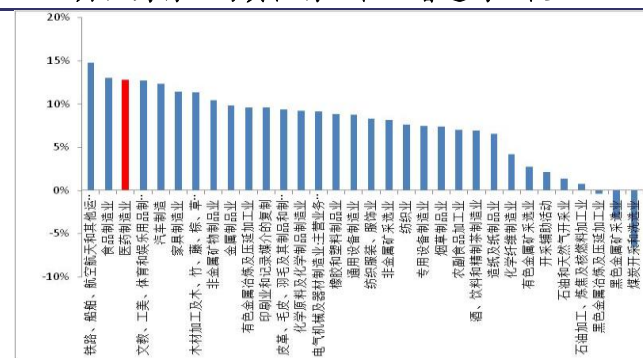
数据来源: Wind, 兴业证券研究所 (截止 2014.12.31)

图 27、2007 至今医药板块相对于所有 A 股（扣除银行）的 PE 和溢价率



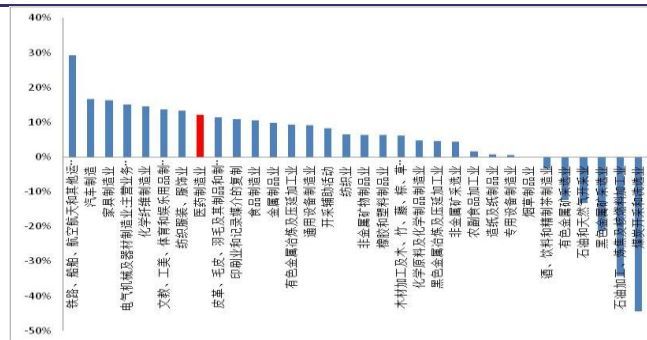
数据来源: Wind, 兴业证券研究所 (截止 2014.12.31)

图 28、2014 年 1-11 月医药行业与其他行业收入增速的比较



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 29、2014 年 1-11 月医药行业与其他行业利润总额增速的比较



数据来源：Wind，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033）					传真：010-66290200
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）					传真：0755-23826017
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。